

603589.SH

买入

原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 54.6

板块评级: 强于大市

本报告要点

■ 口子窖深度报告。

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(22.0)	(27.7)	(31.4)	(8.1)
相对上证指数	(12.0)	(22.1)	(21.4)	(3.7)

发行股数(百万)	600
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	32,760
3 个月日均交易额(人民币 百万)	770
净负债比率(%) (2022E)	(38)
主要股东(%)	
徐进	18

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以 2022 年 3 月 30 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

食品饮料: 白酒

证券分析师: 邓天娇

(8610)66229391

tianjiao.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300519080002

证券分析师: 汤玮亮

(86755)82560506

weiliang.tang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517040002

口子窖

两年调整效果初显, 22-23 年有望出现惊喜

口子窖为徽酒龙头之一, 省内消费者基础扎实, 目前沿着正确的改革路径不断向前, 产品聚焦次高端, 优化大商模式, 当前估值优势明显, 首次覆盖给予买入评级。

支撑评级的要点

- **民营机制, 经营稳健, 激励有待完善。**口子窖是徽酒龙头之一, 省内市占率约为 15% 左右, 兼香型白酒的代表, 拥有较高的品牌美誉度及消费者的忠诚度, 销售规模十几年保持增长态势, 省内消费基础扎实。公司经营稳健, 高管持股比例超过 40%, 核心团队务实、稳定。2020-2021 年期间, 回购股份拟用于激励核心团队, 如果未来激励能够得到完善, 有望重新激发企业活力。
- **2019 年开始公司走出舒适圈, 开启了全方位系统性改革。**(1) 2015-2019 年口子窖没有充分把握消费升级的机会, 升级速度落后于竞品。2019 年开始, 公司加大次高端价格带的推广力度, 对 10 年、20 年单独进行考核, 推出新品初夏、仲秋、兼香 518, 完善次高端价格带, 有望享受该价格带快速发展的红利。(2) 费用投入力度加大, 品牌宣传更加精准聚焦, 突出独特香型, 可受益于消费者对白酒香型的认知度提高。(3) 2019 年自公司进入全面调整以来, 在渠道方面针对此前劣势进行补足, 主要体现在自身组织架构的改革及经销商层面的改革, 渠道从粗放模式向精细化转变, 优化大商模式。
- **享受安徽次高端需求快速扩容, 省外市场有待开发。**(1) 现阶段口子窖销售区域以省内为主, 占比 80% 左右。伴随着经济的高速增长, 安徽白酒需求快速升级, 消费环境类似于江苏, 可容纳 2-3 家省内白酒龙头。公司在省内消费基础扎实, 次高端新品加大资源投入, 优化大商模式提高团队战斗力, 预计未来两年公司可共享省内市场的快速扩容。(2) 省外市场占比较低, 环安徽市场有消费者基础, 随着销售团队的升级, 长远来看省外有望成为新的增长点。
- **经过两年多的调整, 产品和渠道持续发生了积极的变化, 21 年营收实现较快增长, 超越了 2019 年水平。随着改革的效果陆续显现, 22-23 年有望维持较快增速, 给市场带来惊喜。**

估值

- 公司在省内消费者基础扎实, 目前沿着正确的改革路径不断向前, 产品聚焦次高端, 优化大商模式, 当前估值优势明显, 预计 21-23 年 EPS 分别为 2.87、3.37、4.05 元/股, 同比增 35%、17%、20%, 首次覆盖给予买入评级。

评级面临的主要风险

- 省内竞争加剧, 新品动销不及预期。疫情反复, 消费场景缺失。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	4,672	4,011	5,018	6,057	7,187
变动(%)	9	(14)	25	21	19
净利润(人民币 百万)	1,720	1,276	1,722	2,021	2,430
全面摊薄每股收益(人民币)	2.867	2.126	2.870	3.369	4.050
变动(%)	12.2	(25.8)	35.0	17.4	20.2
全面摊薄市盈率(倍)	19.0	25.7	19.0	16.2	13.5
价格/每股现金流量(倍)	8.8	40.4	12.4	14.9	12.4
每股现金流量(人民币)	6.20	1.35	4.41	3.67	4.41
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.3	17.5	13.3	10.5	8.5
每股股息(人民币)	1.500	1.500	1.435	1.684	2.025
股息率(%)	2.7	2.7	2.6	3.1	3.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

民营机制，经营稳健，激励有待完善	5
徽酒龙头，兼香型白酒代表	5
民营企业，经营稳健，高管务实	7
回购股份拟用于激励核心团队，焕发企业活力	9
推新品布局次高端，品牌宣传突出独特香型	10
开发新品丰富产品线，享受次高端价格带扩容	10
费用投入力度加大，品牌宣传更加精准聚焦	13
渠道从粗放转向精细，省内市场持续下沉	16
渠道从粗放模式向精细化转变，优化大商模式	16
安徽次高端需求快速扩容，省内市场持续下沉，省外市场有待开发	18
盈利预测与投资评级	21
风险提示	23

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司荣获多项殊荣.....	5
图表 2. 口子窖是兼香型白酒的代表.....	6
图表 3. 口子窖的酿造工艺.....	6
图表 4. 公司为徽酒龙头之一，过去 20 年持续稳健增长.....	6
图表 5. 公司核心管理层介绍.....	7
图表 6. 口子窖在 13-15 年行业调整期未有大幅调整，业绩表现稳健.....	8
图表 7. 口子窖及白酒行业营收增速.....	8
图表 8. 口子窖及白酒行业利润增速.....	8
图表 9. 徽酒上市酒企收入增速.....	9
图表 10. 徽酒上市酒企利润增速.....	9
图表 11. 口子窖回购方案.....	9
图表 12. 2021 年公司产品结构收入占比.....	10
图表 13. 古井自 2015-2020 年产品均价增速略快于口子窖.....	10
图表 14. 口子窖年份系列产品 形象及终端成交价.....	11
图表 15. 口子窖初夏珍储.....	12
图表 16. 口子窖仲秋珍储.....	12
图表 17. “兼香 518”为公司次高端价位带的重要单品.....	12
图表 18. 口子窖产品结构上移.....	12
图表 19. 口子窖的广告宣传费投放在行业排名相对靠后.....	13
图表 20. 2020 年口子窖销售费用率同比提升 5.1pct.....	13
图表 21. 部分口子窖央视广告投放.....	14
图表 22. 冠名 2020 年“新时代、新徽商”颁奖典礼.....	14
图表 23. 冠名 2020 年央视“品牌强国工程”栏目.....	14
图表 24. 公司品牌宣传聚焦香型及品质.....	14
图表 25. 徽酒上市酒企毛利率对比.....	15
图表 26. 口子窖基酒储量丰富（2020 年，单位：千升，吨）.....	15
图表 27. 口子窖因营销费用投放低所以净利率高于古井.....	16
图表 28. 渠道模式不同，销售人员占比差异较大.....	16
图表 29. 口子窖与大商利益深度绑定，互相成就(%).....	16
图表 30. 公司经销商数量增长明显.....	18

图表 31. 前五大经销商收入占比较此相比有所下降	18
图表 32. 公司省内外收入比重 (1H21)	18
图表 33. 公司省内及省外经销商数量 (单位: 个)	18
图表 34. 20 年安徽白酒产量占比为 3.8%, 排名全国第五.....	19
图表 35. 安徽人均可支配收入增速快于全国平均水平	19
图表 38. 2015 至 1H21 省外市场营收及增速	20
图表 39. 2012 至 1H21 省外市场收入占比	20
图表 40. 公司分产品盈利预测 (单位: 百万元)	21
图表 41. 可比公司盈利预测与评级	22

民营机制，经营稳健，激励有待完善

徽酒龙头，兼香型白酒代表

口子窖为徽酒龙头之一，省内市占率约为 15% 左右，兼香型白酒的代表。公司产品品质优良，荣获多项国家殊荣。根据公司官网介绍，口子窖的前身为 1949 年成立的“国营濉溪人民酒厂”。经过多年的发展，1997 年安徽口子集团成立，2002 年，口子集团联合其他发起人股东发起成立安徽口子酒业并于 2015 年在上交所挂牌上市，成为全国第 17 家、安徽第 4 家白酒上市酒企。从股权结构来看，口子窖为中国白酒上市酒企中为数不多的民营企业之一，口子 5 年、口子 6 年为安徽省内流通大单品，畅销 20 余年。随着行业环境的变化及省内竞争格局的不断加剧，公司于 2019 年迈入了改革期，开启了新一轮的征程。

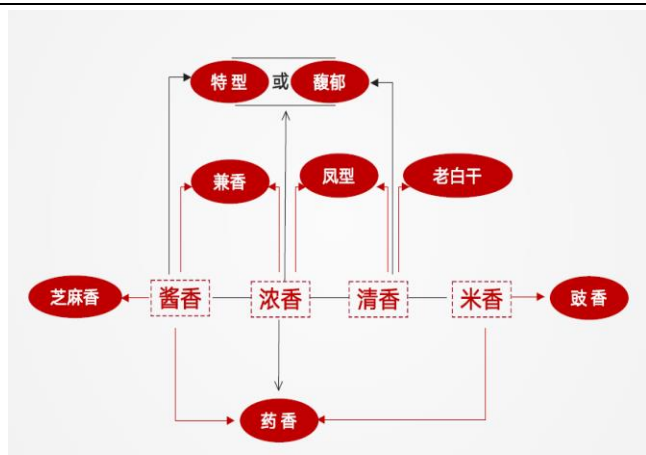
图表 1. 公司荣获多项殊荣



资料来源：公司官网，中银证券

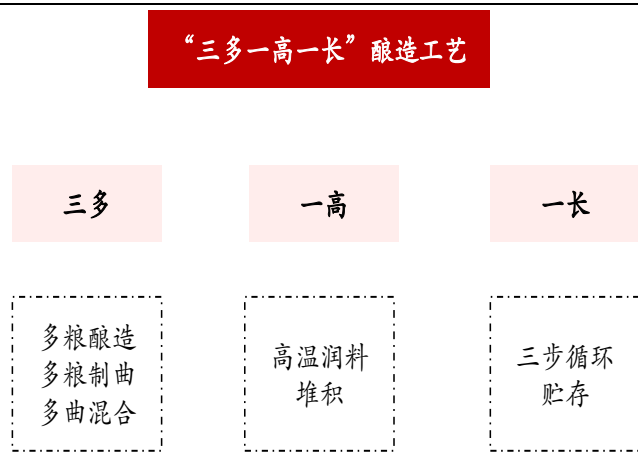
口子窖是兼香型白酒的代表。兼香型白酒是指具有两种及以上主体香的白酒，口子窖是兼香白酒的代表，兼具浓香和酱香口味，酒体风格为一酒多香、辨识度极高。根据公司官网，2010 年，全国白酒标准化委员会兼香型白酒分会落户口子窖，公司负责兼香型白酒行业标准立项、起草和制定工作，奠定了口子窖作为兼香国标制定者的身份。目前，酱香型、浓香型和清香型白酒的分技术委员会分别设在了茅台、五粮液和汾酒，而兼香型白酒的分技术委员会就设在口子窖。口子窖的酿造工艺具有“三多一高一长”的工艺特点，是中国白酒行业唯一将菊花红心曲、高温曲、超高温曲“多曲并用”发酵的企业，创新型的酿酒工艺被评为安徽非物质文化遗产。

图表 2. 口子窖是兼香型白酒的代表



资料来源：四川省酿酒研究所，中银证券

图表 3. 口子窖的酿造工艺

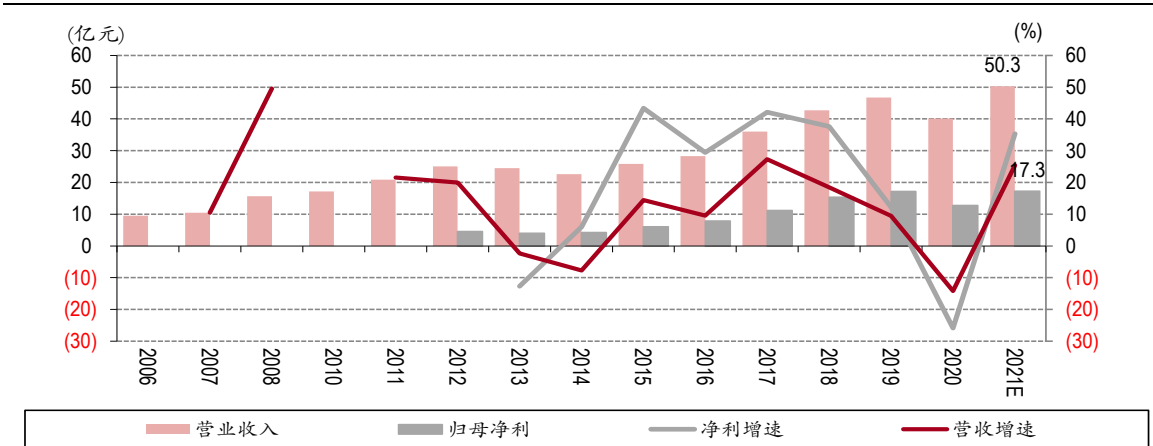


资料来源：公司官网，中银证券

公司由国营改制为民营，成立至今经历多次股权变更，现公司实际控制人为徐进、刘安省，直接持股比例分别为 18.26%、11.66%。

- 1994 年，淮北市口子酒长和濉溪县口子酒厂共同组建“安徽口子酒集团”，企业性质为全民所有制，由两厂共同发起设立。
- 1997 年，为进一步规范集团运作，解决两厂因商标归属打官司的僵局，在淮北市政府的主导下，两厂成合并，合并后企业名称为“安徽口子集团公司”，口子集团作为法人实体，全面对人财物、产供销集中管理。
- 2002 年，因企业发展经营需要，同时响应国企改革政策号召，口子集团申请改制，经政府批准，口子集团等发起设立口子股份，为国有法人控股。
- 2007 年，口子集团资不抵债，申请破产。2012 年口子集团破产清算完成。
- 2008 年，安徽省商务厅批复了高盛管理的 GSCP Bouquet Holdings SRL 作为财务投资者并购口子有限酒业责任公司及增资（财务投资者对酒业不拥有任何控制权）。外资增资后，GSCP Bouquet Holdings SRL 持有公司 25% 的股权。
- 2011 年，口子有限整体变更设立口子酒业。
- 2015 年，公司第七次股权转让，徐进受让天地龙实业部分股权，转让后徐进持股比例增至 20.29%。同年，公司在上交所挂牌上市。

图表 4. 公司为徽酒龙头之一，过去 20 年持续稳健增长



资料来源：万得，中银证券

注：2021 年业绩为公司 2021 年度业绩快报公告数据

民营企业，经营稳健，高管务实

公司高管持股比例超过 40%，核心团队稳定。公司人事稳定，管理团队中的主要成员自上世纪 90 年代以来一直就职公司，平均任职时间超 20 年以上。口子窖为白酒上市酒企中为数不多的民营企业，公司高管合计持股比例超过 40%，成立至今历经多次股权变更，但公司高管及核心骨干持股数量基本保持稳定。充分的激励叠加务实的企业文化，保障了人事稳定，避免了因管理层更迭而带来的业绩波动。

图表 5.公司核心管理层介绍

姓名	职务	上市前持股比例	最新持股比例	主要工作经历
徐进	董事长、总经理	20.29%	18.26%	1965 年 1 月出生，EMBA。1997 年加入口子，历任口子集团副总经理、总经理，原口子股份、口子有限董事长、总经理。2011 年 3 月至今，任口子酒业董事长、总经理。
刘安省	原监事会主席	14.79%	11.66%	1953 年 3 月生，大专学历，高级经济师。1996 年加入口子，历任口子集团总经理、董事长，原口子股份及口子有限监事会主席、党委书记。2011 年 3 月至 2020 年 5 月，任口子酒业监事会主席。
黄绍刚	副总经理,董事	2.30%	2.07%	1968 年 8 月生，EMBA，本科学历，经济师。1997 年加入口子，历任口子集团区域经理，原口子股份及口子有限区域经理、总经理助理。2016 年 4 月至今，任口子酒业副总经理。
范博	董事,副总经理,财务总监	2.03%	1.83%	1966 年 8 月生，香港中文大学会计学硕士学位，中国注册会计师。1997 年加入口子，历任口子集团总经理助理、总会计师，口子酒业董事、财务总监。2014 年 4 月至今，任口子酒业董事、副总经理、财务总监。
朱成寅	副总经理	1.95%	1.76%	1966 年 9 月生，本科学历，经济师。1997 年加入口子，历任口子集团投资决策部副部长、部长、市场部部长、总经理助理，原口子股份及口子有限副总经理、董事。2011 年 3 月至今，任口子酒业副总经理。
徐钦祥	董事,董事会秘书,副总经理	1.85%	1.66%	1970 年 3 月生，EMBA，国家一级酿酒师、国家级白酒评酒委员,首届中国白酒工艺大师。1997 年加入口子，历任口子集团生产部长、总经理助理、副总经理，原口子股份及口子有限董事、副总经理、董事会秘书，口子酒业董事、副总经理；2016 年 6 月至今，任董事会秘书、副总经理。

资料来源：万得，招股说明书，中银证券

口子窖为弱周期酒企，在不同白酒周期，公司业绩表现均呈稳健态势，未曾有大起大落，我们认为这与企业文化及高管风格高度契合。董事长徐进先生自 1997 年加入口子窖至今已有二十余年，见证了酒厂从濒临破产到逆势增长，从成功上市再到重启改革的发展历程，对应口子窖的营收规模，从 1997 年不足 2 亿元发展至现在的 50 亿元。从个人风格来看，董事长徐进为人低调务实，倡导“低库存+高周转+真实市场需求”的经营理念，对经销商不压货、弱约束，不看短期利益，注重企业长期、高质量的发展。

图表 6. 口子窖在 13-15 年行业调整期未有大幅调整，业绩表现稳健

营业收入同比增长率 (%)										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
贵州茅台	43.8	16.9	2.1	3.4	19.0	49.8	26.5	16.0	11.1	11.2
五粮液	33.7	(9.1)	(15.0)	3.1	13.3	23.0	32.6	25.2	14.4	15
泸州老窖	37.1	(9.7)	(48.7)	28.9	20.3	20.5	25.6	21.2	5.3	22.4
洋河股份	35.6	(13.0)	(2.3)	9.4	7.0	15.9	21.3	(4.3)	(8.8)	-
古井贡酒	26.9	9.1	1.5	13.0	14.5	15.8	24.7	19.9	(1.2)	29
口子窖	19.8	(2.4)	(7.7)	14.4	9.5	27.3	18.5	9.4	(14.1)	25.4
山西汾酒	44.4	(6.0)	(35.7)	5.4	6.7	37.1	47.5	25.8	17.6	-
今世缘	15.7	(3.0)	(4.6)	1.0	5.3	15.6	26.6	30.3	5.1	23-27

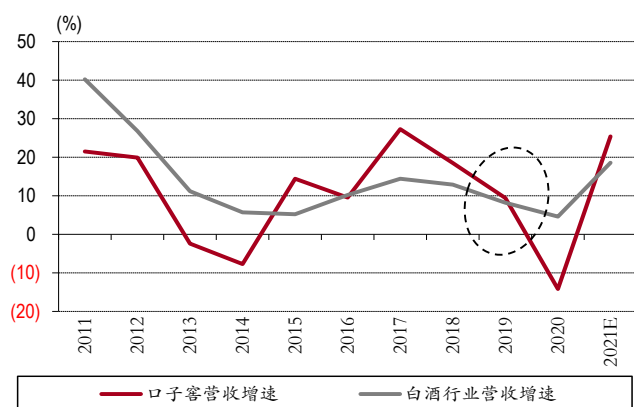
归母净利润同比增长率 (%)										
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E
贵州茅台	51.9	13.7	1.4	1.0	7.8	62.0	30.0	17.1	13.3	11.3
五粮液	61.3	(19.7)	(26.8)	5.8	9.9	42.6	38.4	30.0	14.7	17
泸州老窖	51.1	(21.7)	(74.4)	67.4	30.9	30.7	36.3	33.2	29.4	30.7
洋河股份	53.1	(18.7)	(9.9)	19.0	8.6	13.7	22.5	(9.0)	1.3	-
古井贡酒	28.1	(14.3)	(4.0)	19.9	15.9	38.5	47.6	23.7	(11.6)	23.5
口子窖	14.9	(12.7)	6.0	43.4	29.4	42.1	37.6	12.2	(25.8)	35.4
山西汾酒	70.0	(27.6)	(63.0)	46.3	16.2	56.0	54.0	28.6	56.4	70-80
今世缘	26.9	0.7	(5.2)	6.1	10.1	18.2	28.4	26.7	7.5	21-34

资料来源：万得，中银证券

注：上表选取部分酒企为参考样本，2021 年数据为上市公司公告的业绩预告

2019 年公司走出舒适圈，开启全方位系统性改革。本轮白酒景气周期，15-19 年口子窖营收及净利 CAGR 分别为 9%、16%，增速略低于行业的 10%、20%。2019 年，公司业绩增长乏力，3Q19 公司营收及净利增速分别为-0.15%、-1.8%，而此时古井贡酒的净利增速则连续 3 个季度均为 30%以上。考虑到外部市场环境变化及内部长远的发展，口子窖自 2019 年下半年开始全方位系统性改革。董事长将 2019 年定位“管理规范年”，称 2019 年是公司发展极其不平凡的一年。根据微酒新闻，2019 年在口子酒业建厂 70 周年庆典活动上，“百亿口子战略”被首次提出。

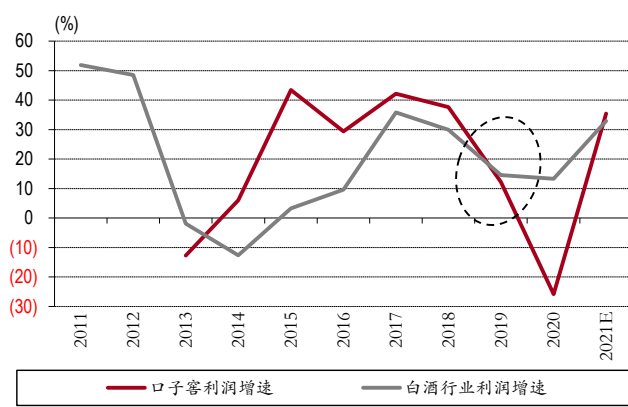
图表 7. 口子窖及白酒行业营收增速



资料来源：万得，中银证券

注：口子窖 2021 年业绩为公司公告的业绩预告

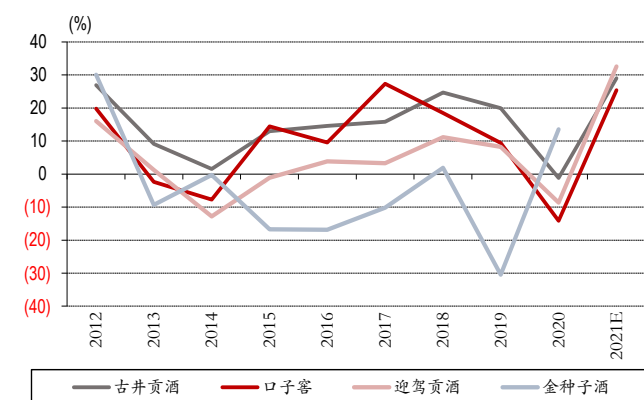
图表 8. 口子窖及白酒行业利润增速



资料来源：万得，中银证券

注：口子窖 2021 年业绩为公司公告的业绩预告

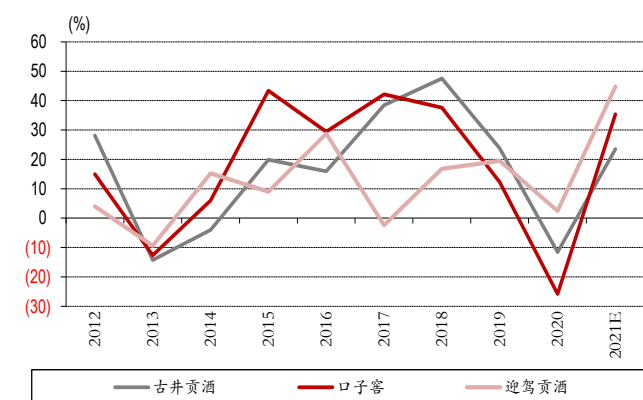
图表 9. 徽酒上市酒企收入增速



资料来源：万得，中银证券

注：2021 年业绩为公司公告的业绩预告

图表 10. 徽酒上市酒企利润增速



资料来源：万得，中银证券

注：剔除数据异常的金种子酒，2021 年业绩为公司公告的业绩预告

回购股份拟用于激励核心团队，焕发企业活力

2020-2021 年回购股份，计划用于激励核心团队。2020 年 3 月，公司公告以自有资金通过集中竞价的方式回购公司股份，回购金额不低于 1 亿元、不超过 2 亿元，回购价格不超过 50 元/股。公司于 2020 年 6 月 12 日首次回购，2021 年 4 月 9 日回购期限届满，实际回购金额为 1.49 亿。回购目的主要为了充分调动公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心骨干的积极性。

如果口子窖的激励能够得到完善，有望重新激发企业活力。口子窖作为民营企业，公司核心管理层在上市前就已持有公司股份，但是公司 15 年上市后至今，此次为首次回购。我们认为公司一是考虑为后来进入口子窖的核心骨干做相关安排，二是考虑到企业长效机制的建立及长远发展，通过激励提高员工士气，焕发企业活力。2021 年是公司“十四五”开局之年，董事长徐进称公司此次改革为“二次创业”，所以与创业之初一样，公司全方位、系统性的调整，也包括在激励机制方面的相关安排。

图表 11. 口子窖回购方案

回购期限	2020 年 6 月 12 日至 2021 年 4 月 9 日
实际回购金额	148,931,302.87 元（不含交易费用）
资金来源	自有资金
回购股数	3,134,214 股
占总股本比例	0.522%
成交价格	最低 46 元/股，最高 48.49 元/股

资料来源：万得，中银证券

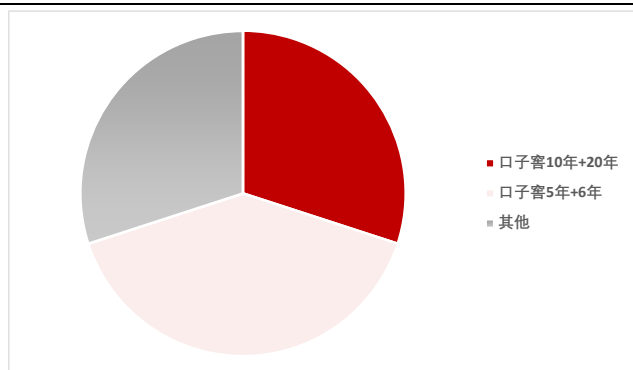
推新品布局次高端，品牌宣传突出独特香型

开发新品丰富产品线，享受次高端价格带扩容

口子窖是兼香型白酒的代表，中高端产品占比高，口子年份系列酒已畅销安徽二十年。公司拥有口子窖、老口子、口子坊、口子美酒等系列品牌产品，其中口子年份系列酒是公司的主导产品。从产品的发展历程来看，口子窖是最早在徽酒中提出“社交饮酒”概念的酒企，1998年推出口子窖5年，定位68元的商务用酒。随后在2000年后相继推出口子10年、20年、6年。口子产品结构偏中高端，5年以上的中高档产品占比95%以上（2020年）。口子窖5年、6年为省内100-200元价位带的流通大单品，是公司的基本盘，收入占比40%左右，奠定了公司早年为徽酒龙头的行业地位，250-400元价位的口子10年、20年收入占比30%左右，2018年开始消费向次高端升级，10、20年增速快于5、6年。

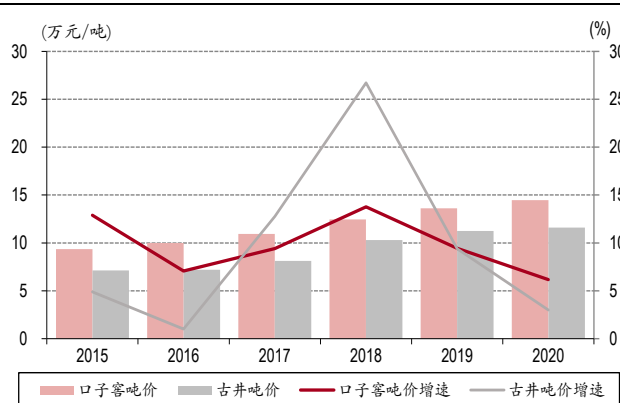
本轮白酒景气周期，口子窖没有充分把握结构升级的机会。（1）消费升级带动了主流价格带的抬升，古井贡酒抓住省内流行趋势，在2014年重点导入古8，随后年份原浆系列不断向上裂变。而当时的口子窖未加大200元价格带产品的推广力度。古8抓住了极佳的时间窗口，在没有强势竞品的环境下，经过几年的培育，2018年古8迅速放量，拉开了与其他酒企的距离。2020年开始，古井贡酒加大古20推广力度。古井贡酒在省内次高端以上价位带占据绝对优势。（2）对比古井，口子窖在200-400元价位原有产品不够强势，500元价格带缺乏产品布局。2015-2021年口子窖的结构持续升级，速度略慢于古井。从吨价表现来看，口子窖的产品均价高于古井，但是2015-2020年以来吨价增速古井略高于口子窖，古井复合增速10.2%，口子窖9.2%。

图表 12. 2021 年公司产品结构收入占比



资料来源：万得，中银证券
注：以上为中银证券测算数据

图表 13. 古井自 2015-2020 年产品均价增速略快于口子窖



资料来源：万得，中银证券

2019 年开始公司连推多款新品，全面升级产品线，给消费者新的产品体验，有望享受次高端红利。

（1）2019 年至今，公司陆续上市 5 款新品，其中 2019 年的初夏、仲秋，成交价分别为 218-228 元、338-348 元，2021 年的兼香 518，定价 518 元。初夏所处价格带对应的竞品主要是古 8 和洞藏 16，兼香 518 则填补口子窖 500 元空缺价格带，对应的竞品主要是古 20。（2）新产品开发思路不再沿用徽酒通用的年份酒概念，而是从产品特点出发，有望给消费者带来新的产品体验。（3）从省内当前的竞争格局来看，虽然未来 3-5 年古井在省内次高端的龙头地位很难被撼动，但是考虑到口子窖在省内具有较高的品牌美誉度和扎实的消费者基础，随着新品培育和渠道调整的深入，口子窖有望共同享受省内次高端价格带的扩容。

口子窖的5年、6年安徽省内流行多年，是公司的基本盘，预计未来将保持稳定。(1) 口子窖5年、6年是安徽省内的成熟大单品，体量较大，已下沉到乡镇级别。但相对主要竞品，由于在乡镇市场投入较少，所以渠道下沉还不够。(2) 过去几年，公司多次对5年、6年产品进行提价，从而确保渠道体系健康。现阶段5年价格90-100元，6年价格118-128元。随着安徽省内主流消费向次高端升级，5年、6年从19年开始占比呈下降趋势，我们判断公司只要确保5年、6年的基本盘，而不会再有太大的费用投入。如果渠道下沉到位，还有一定的成长空间，但难以重现较快增长，预计未来将保持稳定。

2019年开始250-400元价位的口子10年、20年占比持续提升，享受安徽省内次高端升级趋势，有望成为安徽该价位的主力产品。(1) 随着安徽省内主流价格带抬升到200元以上，2019年开始，5年、6年出现降速，而10年、20年则开始提速。随着动销加快，渠道利润也出现明显改善，形成了较好的良性循环。(2) 2019年营销改革以来，公司改变了只考核总量的模式，而是对品类开始有考核要求，对10年、20年单个品相增速进行考核，提升了经销商的推广动力。

消费者对口子窖的普遍认知是口子窖年份系列，而单纯的用一个系列产品很难完整的诠释口子窖的品牌内涵。公司自2019年改革以来，对产品线全面升级，重构产品矩阵。从品质到包装再到新品定位，核心宗旨是用产品说话，向消费者讲清楚口子窖的品牌内核，突出香型，突出品质。

图表 14. 口子窖年份系列产品形象及终端成交价

				
产品名称：五年 成交价：90-100元	产品名称：六年 成交价：118-128元	产品名称：十年 成交价：268-278元	产品名称：二十年 成交价：388-398元	产品名称：三十年 成交价：860-870元

资料来源：公司官网，京东商城，中银证券

初夏和仲秋丰富了次高端价格带，同时给消费者带来新的消费体验，预计2022年有望实现较快增长。公司在2019年中秋前推出初夏和仲秋，包装设计迎合年轻消费群体，零售价初夏268元、仲秋390元，实际市场成交价别为220元左右、350元左右。这两款新品可以丰富口子窖在次高端的产品布局，同时显示公司的新品开发思路发生了重大变化，不再用徽酒常用的年份方式来命名，可为消费者带来新的消费体验。2020年由于遇上疫情，推广情况并不理想，我们判断2021年开始上量，预计2022年有望维持较快增长。

图表 15. 口子窖初夏珍储



资料来源：公司官网，搜狐网，中银证券

图表 16. 口子窖仲秋珍储



资料来源：万得，搜狐网，中银证券

兼香 518 作为诠释口子窖品牌内涵的新品，填补了公司 500 元的空缺价格带，公司寄予厚望，为进军高价位次高端的重要战略单品。兼香 518 是公司“十四五”规划中重要的战略新品，于 2021 年 5 月 18 日上市，新品命名“口子窖兼香 518”，其渊源为口子酒业于 1949 年 5 月 18 日建厂，数字谐音“我要发”承载着对美好生活的向往。产品规格为 518ML/瓶，酒精度数为 51.8%vol，VIP 团购价 518 元/瓶，卡位高价位次高端价格带，目前以团购渠道为主。

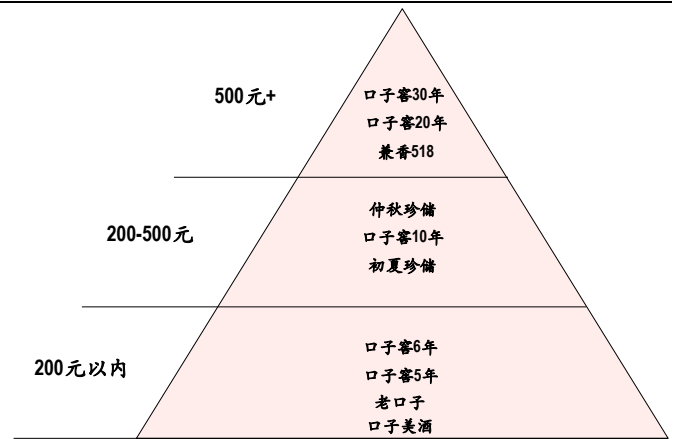
兼香 518 受益于安徽省内次高端价格带的上移趋势，同时成为公司销售体系调整的重要产品抓手，有望成为新的增长点。（1）伴随着茅台在超高端价格带的持续引领，未来 2-3 年次高端和千元价格带将快速扩容且核心价格带会持续抬升。以江苏为例，江苏作为国内消费的制高点，省内主流价格带率先升级至 300 元以上，且有次高端向高端价格带边界过渡趋势。安徽省毗邻江苏，目前省内主流价位带为 200 元左右。在次高端扩容和安徽经济高速增长背景下，结合省内消费升级速度，我们认为 500 元以上次高端价位段未来 3-5 年将成为省内核心消费价格带。（2）公司可以借助兼香 518 这个新品，引入新的团购商，优化原有的大商体系，成为公司销售体系调整的重要产品抓手。（3）口子窖兼香 518 得到公司资源的重点倾斜，叠加口子窖在省内扎实的消费基础，兼香 518 有望成为公司新的增长点。

图表 17. “兼香 518”为公司次高端价位带的重要单品



资料来源：公司官网，中银证券

图表 18. 口子窖产品结构上移



资料来源：万得，中银证券

我们认为口子窖新品的市场培育期虽然较短，但有望快速放量，主要基于以下考虑：

(1) 口子窖作为省内龙头之一，公司拥有较高的品牌美誉度及消费者的忠诚度，省内消费基础扎实，大单品畅销 20 余年，产品升级路径相对顺畅。

(2) 渠道模式改革，费用投放力度加大，市场营销动作增多。自 2020 年开始，公司加大布局核心终端，签协议、定量、做品鉴，市场动作及业务人员积极性较此前有明显提升，公司增加新品的专项费用投入。

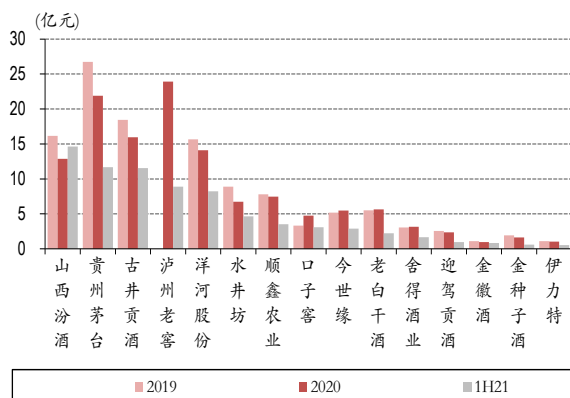
(3) 外部环境的变化倒逼厂家及经销商从主观能动性上改变，从而减少厂商矛盾，促进政策落实，相互配合。

费用投入力度加大，品牌宣传更加精准聚焦

2020 年之前销售费用投入力度偏弱，2020 年开始口子窖的销售费用投放力度明显加大。(1) 口子窖作为安徽地产酒龙头之一，凭借在当地良好的消费基础及口碑，历年以来广告费用投入处于行业相对靠后的位置。反观龙头古井贡酒则在品牌宣传方面一直高举高打，销售费用率排名白酒行业前三。我们认为两家企业费用投放差别较大，其主要原因在于企业自身的发展战略及所处的发展阶段不同。

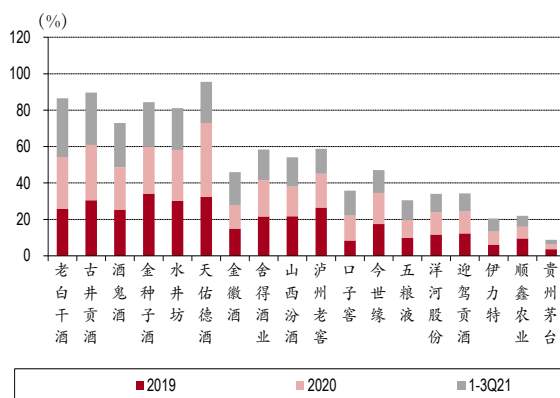
(2) 2019 年公司步入全面改革以来，品牌宣传方面发生了较大的变化。2020 年公司销售费用率大幅提升 5.1pct 至 13.6%，1-3Q21 维持 13.65% 的水平。2020 年公司销售费用同比增长 38%，其中广告宣传费同比增 32%。对比同行，2020 年、1H21 古井贡酒的广告费用 8.4、4.7 亿元，广告费用率 8.2%、6.7%，口子窖广告费用 3.8、2 亿元，广告费用率 9.5%、8.9%。

图表 19. 口子窖的广告宣传费投放在行业排名相对靠后



资料来源：万得，中银证券

图表 20. 2020 年口子窖销售费用率同比提升 5.1pct



资料来源：万得，中银证券

传播内容更加精准聚焦，强调“真藏实窖，大国兼香”的品牌内涵。(1) 2010 年，全国白酒标准化委员会兼香型白酒分会落户口子窖，公司负责兼香型白酒行业标准立项、起草和制定工作，奠定了口子窖作为兼香国标制定者的身份。在茅台的带动下，过去两年酱香热兴起，强化了消费者对白酒香型的认知，独占香型的龙头白酒优势凸显。(2) 口子窖是中国兼香型白酒的代表，近一年，公司在品牌宣传方面着重突出产品香型的差异化优势，采用“真藏实窖，大国兼香”的广告语，为消费者全面诠释口子窖的香型优势及品质保障，清晰了品牌内涵。

尝试多样化的传播媒介，提升品牌影响力。(1) 随着消费者接受的信息渠道更加多元化，2019 年以来公司也尝试选择不同的媒体进行宣传，例如联手地方政府赞助多项大型商业活动，精准对焦商务消费群体。(2) 冠名地方卫视及央视栏目，在全国性媒体进行投放，2020 年口子窖作为优秀白酒品牌代表，亮相中央广播电视总台“品牌强国工程”。(3) 加强自媒体平台及高空广告投放的曝光度，扩大品牌音量。(4) 通过开设品牌体验馆、专卖店、高端团购等方式，吸引更多企业圈、文化圈与意见领袖走进口子，推动品牌文化的对外传播。(5) 依托口子酒文化博览园、濉溪明清酿酒作坊群遗址以及老城酿酒车间资源优势，积极推进酒文化旅游。

图表 21. 部分口子窖央视广告投放

年份	口子窖央视广告
2019 年	加入央视品牌计划
2020 年	2020 年新年伊始，口子窖作为优秀白酒品牌代表，亮相中央广播电视总台“品牌强国工程”。除在 CCTV-1、CCTV-新闻《新闻联播》提示收看，CCTV-1《晚间新闻》全媒体独家特别呈现等核心资源传播推广外，还将与央视在个性化、定制化传播资源以及内容营销层面展开全频道深度合作，以富含情感与人文魅力、极具温度的品牌故事，传递品牌情怀，让全国观众充分领略口子窖真藏实窖、大国兼香的品牌魅力。
2021 年	口子窖发布重磅新品“兼香 518”，登上央视《品牌行动》

资料来源：公司官网，微酒，中银证券

图表 22. 冠名 2020 年“新时代、新徽商”颁奖典礼



资料来源：公司官网，中银证券

图表 23. 冠名 2020 年央视“品牌强国工程”栏目



资料来源：央视网，中银证券

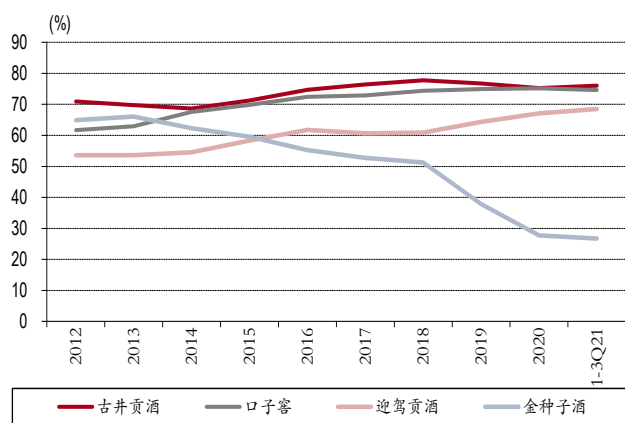
图表 24. 公司品牌宣传聚焦香型及品质



资料来源：公司官网，中银证券

公司基酒储备丰富，品质输出稳定，持续抬升品牌价值。（1）口子窖大单品 5 年、6 年在安徽省内畅销 20 余年，品质输出稳定，获得了市场的较高认同。（2）根据公司公告，公司自 2008 年以来逐步完成口子工业园、口子产业园的项目建设，拥有发酵池上万余条，实现优质原酒年产 3 万余吨，原酒储酒 20 余万吨的产能规模。自 2015 年上市以来不断完善优质原酒储备及基酒产能建设，投资总额共计 23 亿元，为未来进入高端化竞争做好了充分的准备。2020 年 1 月，公司公告以自筹资金 13.6 亿元投资建设 2 万吨大曲酒酿造提质增效项目（口子产业园二期），进一步提升原酒的产能规模。目前口子产业园一期 5 栋酿酒厂房已于 2020 年全部投产，出酒率和优级酒率不断提升，口子产业园二期 2 万吨优质原酒建设已经全面展开，预计到 2025 年，口子酒业产能将突破 7 万吨。（3）根据 2020 年报，口子窖半成品酒（含基酒）存量高达 21 万吨，远高于当年成品酒销量 2.8 万吨，基酒/销量在上市公司中名列前茅。

图表 25. 徽酒上市酒企毛利率对比



资料来源：万得，中银证券

图表 26. 口子窖基酒储量丰富（2020 年，单位：千升，吨）

	半成品 (含基酒)	销量	半成品/ 销量
洋河股份	609147	155757	3.9
泸州老窖	278333	120915	2.3
贵州茅台	240921	64056	3.8
五粮液	215473	160443	1.3
口子窖	210870	27745	7.6
古井贡酒	151895	86931	1.7
山西汾酒	150847	125733	1.2
迎驾贡酒	149609	40725	3.7
舍得酒业	131525	15675	8.4
今世缘	99899	31755	3.1

资料来源：万得，中银证券

渠道从粗放转向精细，省内市场持续下沉

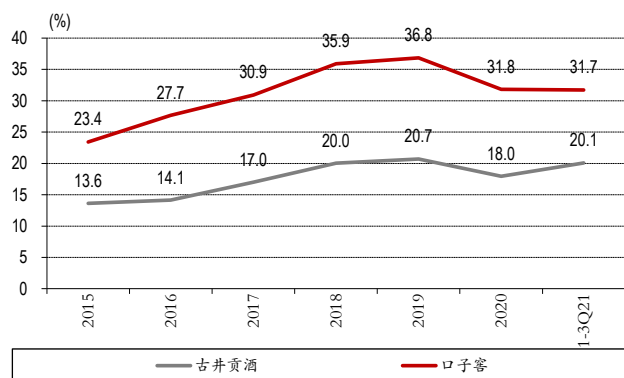
渠道从粗放模式向精细化转变，优化大商模式

口子窖是大商模式，报表净利率水平较高。安徽省内两家龙头酒企在渠道运作上存在较大差异，口子窖采用大商模式，古井贡酒采用深分销模式，口子窖的一级经销商利润率高于古井贡酒。大商制的优势在于，起步阶段能充分调动经销商的动力。厂家给予经销商较低的出厂价，经销商承担营销费用，厂家只负责生产、品牌宣传和市场秩序维护，所以在市场起步阶段，渠道动力较足。从销售净利率可以看出，因营销费用投入方式不同，口子窖的净利率一直高于古井贡酒。

注重低库存+高周转，渠道体系健康。口子窖和古井贡酒的渠道管控模式差异较大，口子窖对经销商任务没有强制约束，一直低库存+高周转+真实的市场需求，通过费用投放来进行引导。口子窖打款节奏和古井不同，不会在春节和中秋前集中打款，而是按月打款。

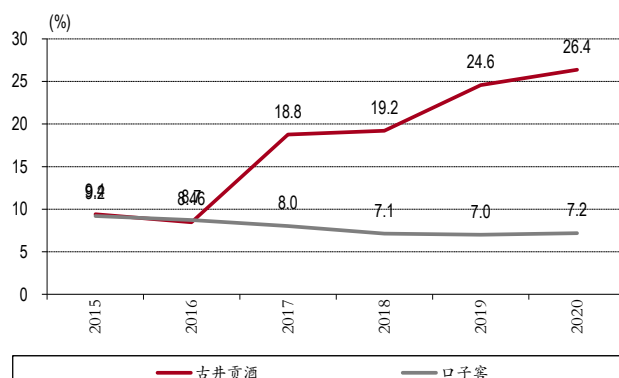
大商长期合作，确保了口子窖的业绩稳健增长，但发展后劲不足，市场反应速度偏慢。口子窖省内经销商与公司合作时间均在10年以上，陪伴公司一路成长，在口子窖发展初期对公司业绩有卓越贡献，可以说是双方互相成就。随着行业环境发生变化，口子窖粗放式的大商模式使其整体运营弊端凸显，巨大的渠道利润导致经销商“养尊处优”，对终端市场建设及渠道下沉工作不够重视，而口子窖自身的业务人员营销能力较弱，过于依赖经销商，市场反应速度偏慢。

图表 27. 口子窖因营销费用投放低所以净利率高于古井



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 渠道模式不同，销售人员占比差异较大



资料来源：万得，中银证券

图表 29. 口子窖与大商利益深度绑定，互相成就 (%)

大商持股比例	2002	2006	2008	2009	2015	2017	2019
天地龙实业	20	10	10	7.5	-	-	-
陕西天驹实业	3	3	3	2.2	2.2	2.84	未列入前十大股东名单
安徽黄海商贸	3	3	3	2.2	3.3	2.02	未列入前十大股东名单
淮北顺达糖酒	3	3	-	-	-	-	-
淮北顺达商贸			3	2.2	2.2	2.5	2.0

资料来源：万得，招股说明书，中银证券

注：根据公司招股说明书，2008年淮北顺达糖酒有限公司转让3%的股权给淮北顺达商贸有限公司；2015年天地龙实业转让全部股权给刘安省等31名口子窖股东。2020年，上表股东均未列入公司前十大股东名单。

2019 年自公司进入全面调整以来，在渠道方面针对此前劣势进行补足，主要体现在自身组织架构的改革及经销商层面的改革。

(1) 自身组织架构的改革：组织规模加大+市场触角下沉

大商模式导致企业自身业务人员能力偏弱，主要是公司此前业务人员人数较少，且服务对象为总经销层级，并未将业务触角下放至二级经销商乃至区县层级，所以市场整体敏感度较低。

人员做加法，完善考核制度，营销组织前移。本轮改革，业务人员规模上做加法，同时要求业务人员的触角从总经销下沉至二级经销商、终端、乃至消费者层面。2021 年中报提到，公司完善市场业务人员管理考核制度，常态化开展业务人员培训，营销队伍服务市场、建设市场、管理市场的能力水平显著提升。营销组织的前移，在重点区域市场实行市场属地招聘，根据各地薪酬制度进行招聘，我们判断公司的营销中心有望前移至省会城市。

(2) 对经销商的改革：渠道裂变+品相考核

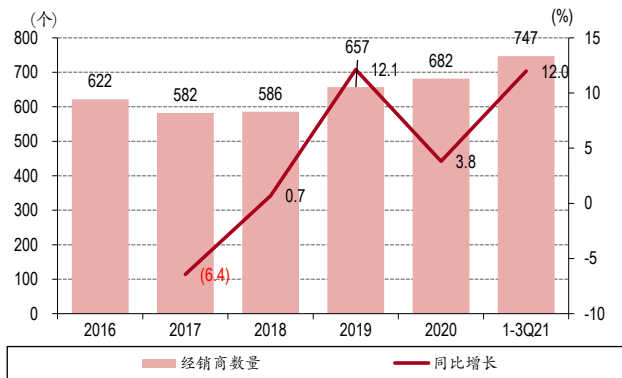
经销商体系改革，构建新型厂商事业共同体。我们认为口子窖此次改革，结合自身情况灵活调整，并未对大商制进行一刀切，走出了口子窖自有的一套体系。总经销模式的优点在于经销商渠道利润丰厚，与厂家常年合作，市场秩序稳定；痛点是渠道服务不精细，部分大商与厂家博弈导致市场政策不能顺利执行等。因此公司根据不同市场情况，通过渠道和产品对经销商进行裂变。根据 21 年中报，公司在营销队伍管理方面，制定实施《经销商分类管理办法》，对各类经销商进行动态管理与考核，加速构建新型厂商事业共同体。

渠道裂变，增加经销商数量，下沉市场。此前部分一级经销商精力不够，对地级市以下市场的营销工作做的不到位。公司做了几方面的调整：（1）提拔部分区域的二级经销商为一级经销商。省内部分区县市场的二级经销商为实际操盘者，所以在升级过程中难度较小，且能快速见效。（2）积极开拓团购型经销商+烟酒店特约经销商。在单一市场或某一地市，经销商销售覆盖不到的地方允许特约经销商加盟。（3）公司帮助一级经销商细化内部组织架构，把此前一级经销商分团队、分事业部、分组织去做，厂家同时也增加业务人员，在不同区域配备人力辅助经销商共同做市场。组织细化后有助于提升消费者及终端整体的服务体验。

品相考核，分产品招商，促进高价位产品增长。公司此前对经销商只要求回款，不考核单个品相的增长，所以好卖的大流通产品会自然销售，而销售人员对于新品的推广，如网点布局、产品宣传等不会特别重视。从 2019 年开始，公司对经销商考核更加细化，对单品相的收入占比及收入增速做了指标要求。如果某一个品不达预期，公司则会把单个品相拿出来重新招商。我们认为分品相考核可促进公司新品及中高端价位产品实现快速增长。

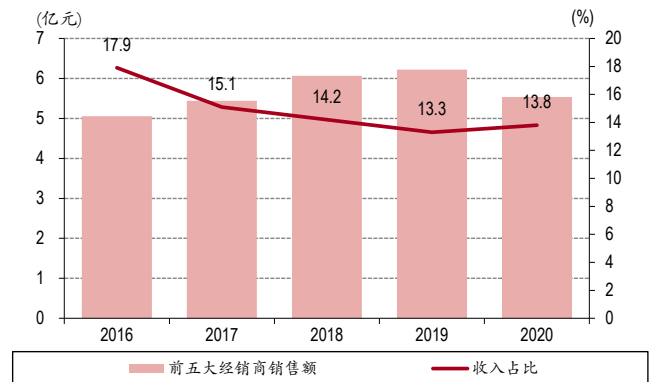
2019-2021 年的渠道调整处于摸索阶段，预计 2022 年将走上正轨。由于渠道调整难以一步到位，需要时间摸索，又叠加了疫情的扰动，因此 2019-2021 年公司走了一些弯路，初夏、仲秋推广低于预期，销售团队与消费者直接建立联系还需要时间。经过两年多时间的磨合，经销商也意识到了厂家改革的决心，核心目标和厂家目标趋于一致，通过规模提升来提升利润。因此，随着渠道体系的调整渐入佳境，有望实现快速增长。

图表 30. 公司经销商数量增长明显



资料来源：万得，中银证券

图表 31. 前五大经销商收入占比较此相比有所下降

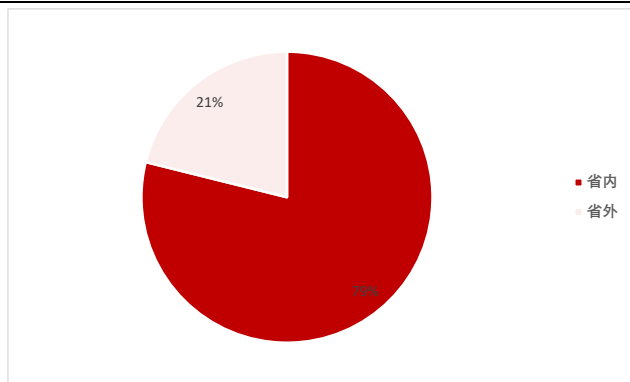


资料来源：万得，中银证券

安徽次高端需求快速扩容，省内市场持续下沉，省外市场有待开发

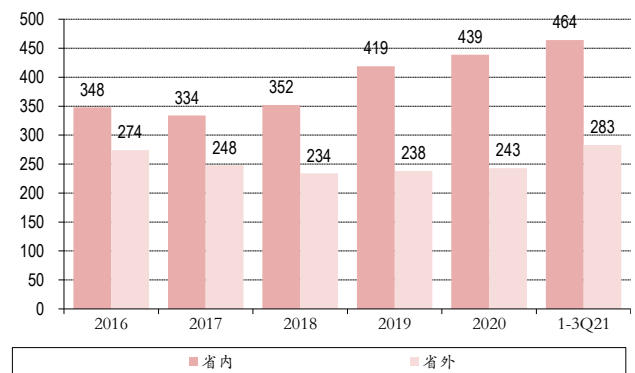
口子窖是安徽名酒，现阶段销售区域以省内为主。2020 年省内收入占比 80%左右，省外 20%左右。

图表 32. 公司省内外收入比重 (1H21)



资料来源：万得，中银证券

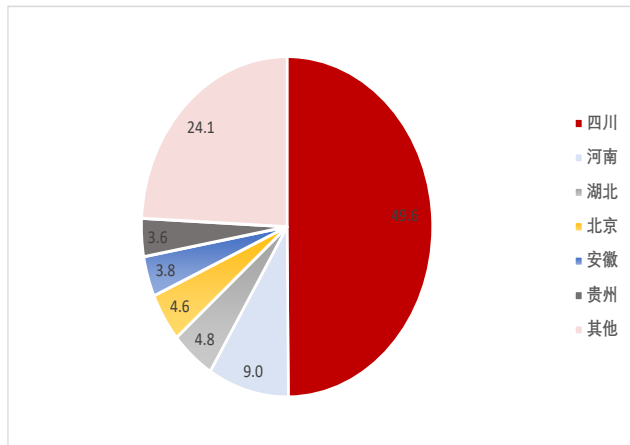
图表 33. 公司省内及省外经销商数量 (单位：个)



资料来源：万得，中银证券

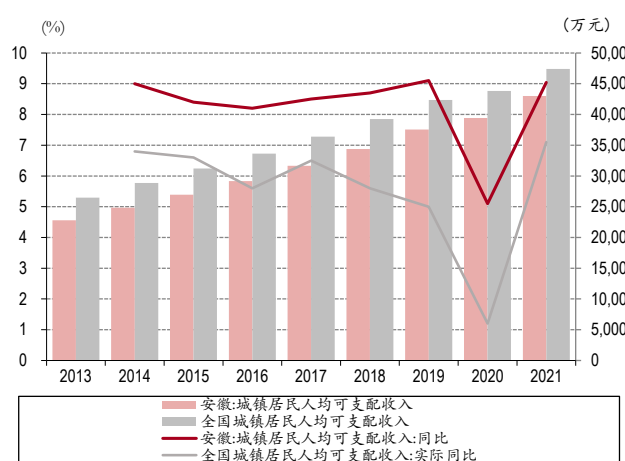
伴随着经济的高速增长，安徽白酒需求快速增长，消费环境类似于江苏。（1）安徽是白酒生产和消费大省，2020 年安徽省白酒产量占全国的比重为 3.8%，排名全国第 5，行业自古有“西不入川，东不入皖”的说法。安徽省内白酒市场规模约 300-350 亿，省内地产酒品牌众多，除了古井贡酒、口子窖、迎驾贡酒、金种子酒四家上市公司以外，还包括高家炉、宣酒、皖酒、文王贡酒等众多地产品牌，但是省内 CR4 占比超过 50%，其中古井贡酒和口子窖的市占率分别约为 30%左右、15%左右。（2）安徽比邻长三角，近几年经济保持较快增长，GDP 由 2015 年的第 14 位提升至 2020 年的第 11 位，2015 至 2020 年安徽社会消费品零售总额复合增速为 15.5%，综合实力跃升明显。过去三年，安徽省内白酒核心消费价格带提升明显，目前省会城市合肥的核心消费价位带为 200-300 元，其他地级市及城镇市场为 80-150 元。（3）我们认为安徽的市场消费环境类似于江苏，可以容纳 2、3 家省内白酒龙头共享省内的发展机会。

图表 34. 20 年安徽白酒产量占比为 3.8%，排名全国第五



资料来源：中国轻工业联合会，中银证券

图表 35. 安徽人均可支配收入增速快于全国平均水平



资料来源：万得，中银证券

作为省级白酒龙头之一，口子窖有望得到当地政府的大力支持。根据安徽省经济和信息化厅、安徽省商务厅、安徽省市场监督管理局三部门 2020 年联合发布关于印发《促进安徽白酒产业高质量发展的若干意见》，提出要在 2025 年实现安徽白酒企业营业收入 500 亿元，培育年营业收入超过 200 亿元的白酒企业 1 家，超过 100 亿元的企业 2 家。从销售规模来看，我们判断口子窖有望得到当地政府的大力支持，成为百亿企业其中之一。

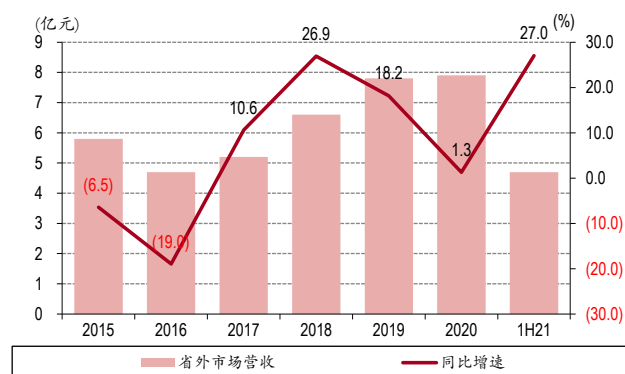
公司推动省内市场持续下沉，深耕运作，增加经销商数量，提升市场份额。公司近两年聚焦巩固省内市场份额，区域市场全面下沉，推进县级及县级以下市场的深耕运作。市场建设方面，执行“一地一策”，皖中、皖北为口子窖的优势区域，皖南和皖西大区相对薄弱一些。随着渠道改革的推进，公司将区域市场细分，组织结构进行裂变，同时配备厂家的业务人员进行新网点开发及终端维护工作，提升渠道终端覆盖率。2019 年开始，省内经销商数量出现快速增长，包括团购商和渠道商，从 18 年 352 家增加到 19 年 419 家，20 年 439 家，预计 21 年仍有明显增加。

合肥是安徽省内消费制高点，也是口子窖的薄弱区域，公司持续推进改革，增加分销商和业务人员数量。合肥作为安徽省会城市，代表省内消费的制高点，竞争激烈。合肥市场宴席主流价格带 200 元，目前 300 元以上的需求增速较快，古井的古 16 快速放量。相对省内其它区域，口子窖在合肥的调整速度偏慢，收入规模远低于古井贡酒。不过公司做了多方面、多维度的改革，包括推动大商进行改革、对二级经销商进行扩容、针对新品重新增加经销商、增加业务人员等，预计 2022 年有望实现 20% 以上的增长。

安徽市场消费环境可容纳 2、3 家省内白酒龙头，口子窖在省内消费基础扎实，公司对次高端新品在资源投入上的倾斜，优化大商模式提高团队战斗力，预计未来两年公司可共享省内市场的快速扩容。

省外市场占比较低，环安徽市场有消费者基础，伴随销售团队的升级，长远来看有望成为新的增长点。（1）2012 年省外收入占比曾接近 40%，环安徽市场有较好的消费者基础。2013-2015 年白酒调整期，口子窖省外市场出现明显下滑，主销区收缩回省内，2017 年占比最低降至 15%，过去几年有所回升，但仍处于 20% 左右的低位。（2）公司在省外市场寻求与重点经销商的战略合作伙伴关系，重点构建团购渠道为主、传统渠道为辅的市场格局，不断扩大省外增长面。作为安徽省级龙头之一，口子窖具备周边省份扩张的潜力。2018 年公司曾推动一批有实力的省内经销商进驻省外重点市场，不过我们认为省外扩张需要公司自建营销团队，从当地选取优势经销商，共同配合做市场。随着省内市场的改革，营销团队战斗力增强，长远来看省外市场有望成为新的增长点。

图表 38. 2015 至 1H21 省外市场营收及增速



资料来源：万得，中银证券

图表 39. 2012 至 1H21 省外市场收入占比



资料来源：万得，中银证券

盈利预测与投资评级

口子窖是徽酒龙头，兼香型白酒代表，拥有较高的品牌美誉度及消费者的忠诚度，省内消费基础扎实。公司经营稳健，高管务实，主力产品价格没有滑坡，销售规模十几年保持增长态势。

2015-2019 年业绩增速落后于竞品，2019 年下半年公司走出舒适圈，开启全方位系统性改革，产品和渠道持续发生积极的变化：（1）加大次高端价格带的推广力度，对 10 年、20 年单独进行考核，推出新品初夏、仲秋、兼香 518，完善次高端价格带，品牌宣传突出独特香型，受益于消费者对白酒香型的认知。（2）2019 年自公司进入全面调整以来，在渠道方面针对此前劣势进行补足，主要体现在自身组织架构的改革及经销商层面的改革，渠道从粗放模式向精细化转变，优化大商模式。

经过两年多的调整，产品和渠道持续发生了积极的变化，21 年营收实现较快增长，超越了 2019 年水平。随着改革的效果陆续显现，22-23 年有望维持较快增速，给市场带来惊喜。

公司在省内消费者基础扎实，产品聚焦次高端，优化大商模式，目前沿着正确的改革路径不断向前，当前估值优势明显，预计 21-23 年 EPS 分别为 2.87、3.37、4.05 元/股，同比增 35%、17%、20%，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 40.公司分产品盈利预测（单位：百万元）

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	4,011	5,018	6,057	7,187
YOY(%)	(14.5)	25.1	20.7	18.7
毛利率(%)	75.2	75.4	76.3	76.9
高档白酒				
营业收入	3,838	4,835	5,882	7,021
YOY(%)	(13.2)	26.0	21.6	19.4
占比(%)	95.7	96.4	97.1	97.7
其中：				
口子窖 10 年、20 年、30 年	1,164	1,528	2,005	2,526
YOY(%)	(5.0)	31.3	31.3	26.0
占比(%)	29.0	30.4	33.1	35.1
初夏、仲秋、518	321	578	953	1,363
YOY(%)		80.0	65.0	43.0
占比(%)	8.0	11.5	15.7	19.0
口子窖 5 年、6 年、御尊、小池窖	2,353	2,730	2,924	3,132
YOY(%)	(26)	22.1	10.3	10.3
占比(%)	58.7	54.4	48.3	43.6
中档白酒				
营业收入	51	64	61	58
YOY(%)	(47.6)	26.0	(5.5)	(5.2)
占比(%)	1.3	1.3	1.0	0.8
低档白酒				
营业收入	74	68	61	53
YOY(%)	(24.3)	(8.2)	(10.2)	(13.3)
占比(%)	1.8	1.3	1.0	0.7
其他业务				
营业收入	49	51	54	56
YOY(%)	(10.8)	5.0	5.0	5.0
占比(%)	1.2	1.0	0.9	0.8

资料来源：万得，中银证券

注：根据公司年报信息，高档白酒主要为五年窖、六年窖、御尊、小池窖、十年窖、二十年窖、三十年窖、初夏珍储、仲秋珍储、建厂纪念版等。

图表 41. 可比公司盈利预测与评级

股票代码	股票简称	评级	市值 (亿)	股价 (元)		EPS			PE	
				2022/3/30	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
600519.SH	贵州茅台	买入	21,733	1,730	37.17	41.39	49.56	53.8	41.8	34.9
000858.SZ	五粮液	买入	6,092	157	5.14	6.01	7.01	56.8	26.1	22.4
000568.SZ	泸州老窖	买入	2,767	188	4.10	5.36	6.78	55.2	35.1	27.7
600809.SH	山西汾酒	买入	3,106	255	2.52	4.42	6.18	106.2	57.7	41.3
000596.SZ	古井贡酒	未有评级	914	173	3.68	4.44	5.82	73.9	56.3	29.7
002304.SZ	洋河股份	增持	2,061	137	4.97	5.21	6.13	47.5	26.3	22.3
603369.SH	今世缘	买入	525	42	1.25	1.57	1.96	45.9	26.8	21.4
603589.SH	口子窖	买入	328	55	2.13	2.87	3.37	32.4	19.0	16.2
600779.SH	水井坊	买入	406	83	1.50	2.46	3.26	55.4	33.7	25.5

资料来源：万得，中银证券

注：未有评级数据来自万得一致盈利预测

风险提示

宏观环境不及预期，消费升级节奏不及预期，消费需求回落。

省内竞争加剧，产品动销不及预期，新品增速不及预期。

疫情反复，消费场景缺失，从而影响终端需求。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	4,672	4,011	5,018	6,057	7,187
销售成本	(1,879)	(1,612)	(2,004)	(2,368)	(2,761)
经营费用	(445)	(609)	(764)	(906)	(1,076)
息税折旧前利润	2,348	1,790	2,250	2,783	3,350
折旧及摊销	131	153	170	222	262
经营利润(息税前利润)	2,217	1,637	2,080	2,561	3,088
净利息收入/(费用)	13	16	42	62	78
其他收益/(损失)	54	35	153	53	53
税前利润	2,278	1,687	2,154	2,645	3,180
所得税	(552)	(394)	(532)	(624)	(750)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,720	1,276	1,722	2,021	2,430
核心净利润	1,720	1,276	1,722	2,021	2,430
每股收益(人民币)	2.867	2.126	2.870	3.369	4.050
核心每股收益(人民币)	2.867	2.126	2.870	3.369	4.050
每股股息(人民币)	1.500	1.500	1.435	1.684	2.025
收入增长(%)	9	(14)	25	21	19
息税前利润增长(%)	12	(26)	27	23	21
息税折旧前利润增长(%)	13	(24)	26	24	20
每股收益增长(%)	12	(26)	35	17	20
核心每股收益增长(%)	12	(26)	35	17	20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	2,278	1,687	2,154	2,645	3,180
折旧与摊销	131	153	170	222	262
净利息费用	(13)	(16)	(21)	(31)	(39)
运营资本变动	203	(58)	638	(14)	(15)
税金	(558)	(411)	(432)	(624)	(750)
其他经营现金流	1,682	(543)	136	1	7
经营活动产生的现金流	3,723	812	2,645	2,199	2,645
购买固定资产净值	(137)	(385)	(385)	(385)	(385)
投资减少/增加	84	105	53	53	53
其他投资现金流	(2,282)	395	(142)	(180)	(202)
投资活动产生的现金流	(2,335)	115	(474)	(512)	(534)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	674	844	(62)	0	0
支付股息	(900)	(900)	(861)	(1,011)	(1,215)
其他融资现金流	(900)	(900)	0	0	0
融资活动产生的现金流	(1,126)	(956)	(923)	(1,011)	(1,215)
现金变动	261	(29)	1,248	677	896
期初现金	1,272	1,533	1,504	2,753	3,429
公司自由现金流	1,388	927	2,172	1,687	2,111
权益自由现金流	2,048	1,755	2,089	1,656	2,072

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,533	1,504	2,753	3,429	4,325
应收帐款	649	707	69	83	98
库存	2,333	2,879	3,370	3,929	4,529
其他流动资产	2,373	1,533	1,541	1,549	1,558
流动资产总计	6,888	6,623	7,732	8,990	10,510
固定资产	2,037	2,600	2,864	3,171	3,461
无形资产	445	435	413	392	370
其他长期资产	132	148	148	148	148
长期资产总计	2,613	3,183	3,425	3,710	3,978
总资产	9,501	9,806	11,157	12,700	14,488
应付帐款	677	728	902	1,052	1,213
短期债务	0	62	0	0	0
其他流动负债	1,687	1,637	1,999	2,366	2,762
流动负债总计	2,365	2,427	2,901	3,418	3,975
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	125	141	156	172	188
股本	600	600	600	600	600
储备	6,412	6,639	7,500	8,510	9,725
股东权益	7,012	7,239	8,100	9,110	10,325
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	9,501	9,806	11,157	12,700	14,488
每股帐面价值(人民币)	11.69	12.06	13.50	15.18	17.21
每股有形资产(人民币)	10.95	11.34	12.81	14.53	16.59
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.56)	(2.40)	(4.59)	(5.72)	(7.21)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	50.3	44.6	44.8	45.9	46.6
息税前利润率(%)	47.4	40.8	41.5	42.3	43.0
税前利润率(%)	48.8	42.1	42.9	43.7	44.2
净利率(%)	36.8	31.8	34.3	33.4	33.8
流动性					
流动比率(倍)	2.9	2.7	2.7	2.6	2.6
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	(21.9)	(19.9)	(34.0)	(37.6)	(41.9)
速动比率(倍)	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5
估值					
市盈率(倍)	19.0	25.7	19.0	16.2	13.5
核心业务市盈率(倍)	19.0	25.7	19.0	16.2	13.5
市净率(倍)	4.7	4.5	4.0	3.6	3.2
价格/现金流(倍)	8.8	40.4	12.4	14.9	12.4
企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.3	17.5	13.3	10.5	8.5
周转率					
存货周转天数	169.9	237.1	227.3	219.9	214.8
应收帐款周转天数	58.6	61.7	28.2	4.6	4.6
应付帐款周转天数	50.5	64.0	59.3	58.9	57.5
回报率					
股息支付率(%)	52.3	70.5	50.0	50.0	50.0
净资产收益率(%)	26.1	17.9	22.5	23.5	25.0
资产收益率(%)	18.3	13.0	14.9	16.4	17.4
已运用资本收益率(%)	33.6	22.9	27.3	30.1	32.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371